

Developments in trustee pension funds

- *Trusteed pension funds have been among the fastest-growing sectors of the financial market in Canada, averaging an annual growth rate of about 14 per cent since 1960. At the end of 1994, trustee pension funds were estimated to be holding assets totalling about \$292 billion.*
- *This growth can be attributed to various factors. These include: increased participation in the work force, especially as more women have entered the labour force, growth in the number of funds established by employers, and significant growth in investment income.*
- *Recent amendments to pension fund legislation in most jurisdictions, such as the adoption of the prudent person rule and an increase in allowable foreign content, have allowed for more flexibility in the management of portfolios.*
- *Trusteed pension funds play a major role in Canadian capital markets, channelling billions of dollars of their members' savings into stocks, bonds, real estate and other investments. In addition, their substantial and growing holdings of corporate shares may lead funds to take more interest in corporate governance issues than in the past.*

This article was prepared by Jacobo De Leon of the Department of Monetary and Financial Analysis.

L'évolution des caisses de retraite en fiducie

- *Avec un taux de croissance avoisinant en moyenne 14 %, le secteur des caisses de retraite en fiducie est, depuis 1960, l'un des compartiments les plus vigoureux du marché financier canadien. À la fin de 1994, l'ensemble des avoirs des caisses de retraite en fiducie était estimé à environ 292 milliards de dollars.*
- *Cette croissance peut s'expliquer par plusieurs facteurs, notamment l'accroissement de la main-d'œuvre en raison de l'entrée d'un plus grand nombre de femmes sur le marché du travail, l'augmentation du nombre de caisses créées par les employeurs et la hausse sensible des revenus de placement.*
- *Les récentes modifications apportées par la plupart des gouvernements aux lois régissant les caisses de retraite et, notamment, l'adoption du principe de gestion prudente, de même qu'une augmentation de la portion des valeurs étrangères admissibles, se sont traduites par une plus grande souplesse dans la gestion des portefeuilles.*
- *Les caisses de retraite en fiducie jouent un grand rôle sur les marchés financiers canadiens. En effet, des milliards de dollars qu'elles renferment sont utilisés pour l'achat d'actions, d'obligations et de biens-fonds, et pour d'autres types de placements. Par ailleurs, en raison de l'importance et de la croissance des portefeuilles d'actions de sociétés qu'elles détiennent, ces caisses pourraient être amenées à s'intéresser, plus qu'auparavant, aux questions relatives à la régie des entreprises.*

Cet article a été rédigé par Jacobo De Leon, du département des Études monétaires et financières.

The retirement income system in Canada

Trusted pension plans (TPPs) are one of several vehicles available to provide retirement income in Canada. They are registered pension plans (RPPs) managed under a trust agreement, usually sponsored by employers and funded through contributions from employers, or from employers and employees. These contributions are made to a trusted pension fund (TPF).¹

Not all employer-sponsored pension plans are trusted plans. Some governments have instituted consolidated arrangements whereby contributions are paid into the general revenue fund of the government and pensions are a charge on that fund. The most notable example is the federal government, where civil servants, members of the Canadian Armed Forces, RCMP personnel and some MPs participate in such an arrangement. Over the last few years, provincial governments have been gradually moving away from this approach and towards the establishment of funded trusted plans. The most recent examples are Ontario and Alberta, whose consolidated arrangements for civil servants became trusted in 1992 and 1993, respectively.

Many employer-sponsored plans, especially in the private sector, are established under insurance company contracts. There are also other types of employer-sponsored arrangements, such as profit sharing plans, particularly employee profit sharing plans (EPSP), profit sharing pension plans (PSPP) and deferred profit sharing pension plans (DPSP), and the increasingly popular group registered retirement savings plans (group RRSPs). Profit sharing plans have tended to play a supplemental role to trusted pension plans, while group RRSPs have to some degree become substitutes for TPPs, especially in the case of smaller plans established by small sponsors. An employer-sponsored group RRSP is a collection of RRSPs for individual employees into which the employer makes contributions.

Chart 1 illustrates the position of TPPs in Canada's retirement income system. In addition to RPPs, Canadians derive retirement income from public plans and from individual savings.

Public plans include government-funded and government-sponsored plans. The federal government funds two main programs: Old Age Security (OAS) and the Guaranteed Income Supplement (GIS). The OAS is essentially universal, providing income for people who meet the age (65 years) and Canadian residency requirements, although recipients

¹ A fund comprises all the assets that are set aside to pay for the benefits promised in a plan. In 1993, there were 4,237 trusted pension plans, but only 3,251 trusted pension funds, since some funds held assets for several plans.

Le système du revenu de retraite au Canada

Au Canada, les régimes de retraite en fiducie sont l'un des nombreux moyens de constitution d'un revenu de retraite. Il s'agit de régimes de pension agréés, dans la plupart des cas administrés par les employeurs et financés à l'aide des cotisations de ces derniers, seuls ou avec les salariés. Les cotisations sont versées à une caisse de retraite en fiducie¹.

Les régimes de pension offerts par les employeurs ne sont pas tous des régimes en fiducie. Certains gouvernements ont établi des ententes consolidées en vertu desquelles les cotisations sont versées au Trésor, auquel sont imputées les pensions. Le régime de pension du gouvernement fédéral est un cas d'espèce. Sont admissibles à ce régime les fonctionnaires, le personnel des Forces armées canadiennes, les employés de la GRC et certains députés. Ces dernières années, les gouvernements provinciaux se sont progressivement détachés de ce type de régime en faveur des régimes en fiducie capitalisés. À cet égard, les gouvernements de l'Ontario et de l'Alberta ont modifié les arrangements relatifs aux pensions de leurs fonctionnaires pour établir en 1992 et en 1993 respectivement des régimes en fiducie.

Un grand nombre de régimes de pension d'employeur, en particulier dans le secteur privé, sont constitués aux termes de contrats souscrits auprès de compagnies d'assurance. Il existe d'autres formules, par exemple les régimes de participation aux bénéfices, notamment les régimes d'intéressement, les régimes de pension à participation aux bénéfices, les régimes de participation différée aux bénéfices et les régimes enregistrés d'épargne-retraite (REER) collectifs, de plus en plus populaires. Les régimes de participation aux bénéfices ont eu tendance à compléter les régimes en fiducie, alors que les REER collectifs les ont, dans une certaine mesure, remplacés, en particulier dans le cas de régimes de plus petite envergure offerts par des employeurs plus petits. Un REER collectif d'employeur est un regroupement de REER individuels auquel cotise l'employeur.

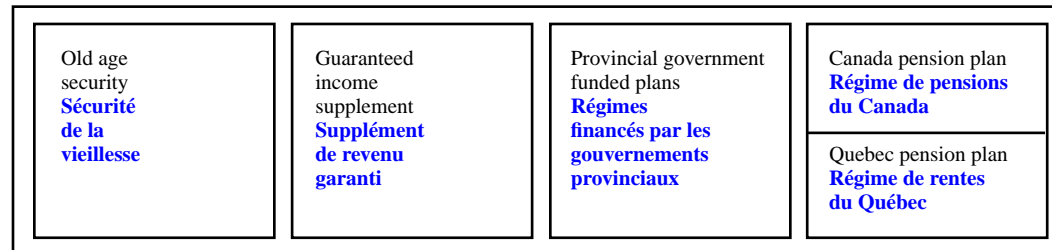
Le Graphique 1 montre la position des régimes de pension en fiducie dans le système du revenu de retraite au Canada. Outre ces régimes, les Canadiens peuvent également tirer un revenu de retraite des régimes de pension d'État et des régimes individuels d'épargne-retraite.

Les régimes de pension d'État comprennent ceux que les gouvernements financent et ceux qu'ils offrent. Le gouvernement fédéral finance deux grands programmes : la sécurité de la vieillesse (SV) et le supplément de revenu garanti (SRG). La SV est essentiellement universelle et permet aux personnes qui répondent aux critères d'âge (avoir 65 ans) et de résidence au Canada de toucher des prestations de retraite. Toutefois, les bénéficiaires dont les revenus dépassent un certain seuil paient un impôt sur les prestations reçues. Le SRG est destiné aux personnes qui

¹ Une caisse comprend tous les avoirs réservés au versement de prestations promises dans un régime. En 1993, on dénombrait 4 237 régimes de retraite en fiducie, mais seulement 3 251 caisses de retraite en fiducie, certaines caisses détenant des avoirs pour plusieurs régimes.

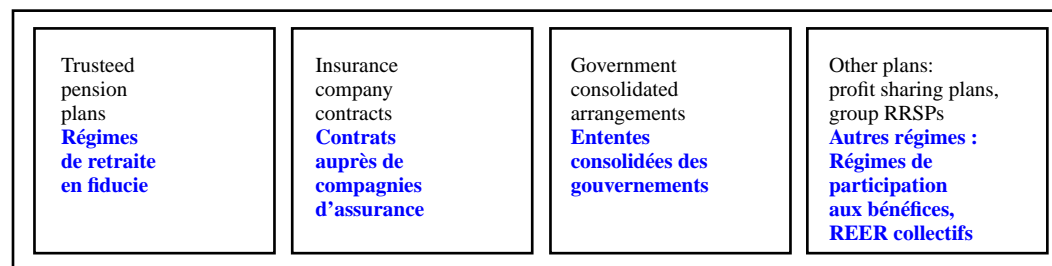
Government funded or sponsored plans

Régimes d'État



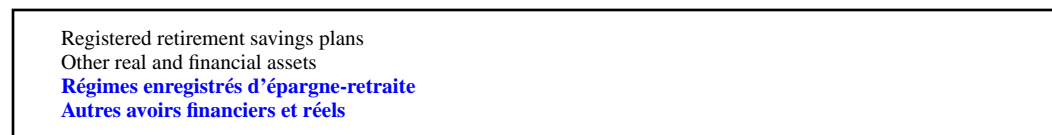
Employer-sponsored registered pension plans

Régimes de pension agréés d'employeur



Individual savings

Épargne individuelle



Retirement income
Revenu de retraite

Pensioners
Pensionnés

whose incomes are above a certain level pay taxes on these benefits. The GIS is provided to OAS recipients whose incomes are below a threshold level. Some provincial governments also have their own programs to supplement the federal OAS and GIS.

Governments also sponsor retirement income programs that are funded equally by employers and employees in the form of contributions related to income. There are two such programs in

reçoivent déjà des prestations en vertu du programme de la sécurité de la vieillesse et dont le revenu est inférieur à un certain seuil. Certains gouvernements provinciaux se sont dotés de programmes propres, qui s'ajoutent à la SV et au SRG fédéraux.

Les gouvernements offrent également des régimes de revenu de retraite financés à parts égales par les employeurs et les salariés à l'aide de cotisations établies en fonction du revenu. Il existe deux programmes de ce genre au Canada : le Régime de pensions du Canada (RPC), pour les travailleurs résidant à l'extérieur du Québec, et le

Canada: the Canada Pension Plan (CPP) for workers employed outside Quebec and the Quebec Pension Plan (QPP) for Quebec employees. These programs, which offer pension benefits related to earnings, are contributory in that all employers and employees, as well as the self-employed, must contribute. The CPP is essentially a federal pay-as-you-go program, which invests surplus contributions largely in provincial government bonds and debentures. The QPP is very similar to the federal plan, the main differences being that it has a fund that is invested in capital markets and is administered by the Caisse de Dépôt et Placement du Québec.

Individual savings are composed of the widely used registered retirement savings plans (RRSPs). These are individually sponsored and funded retirement plans that allow individuals to save for retirement by making contributions from earned income into a tax-sheltered account. Individual personal savings and other assets can also be used to provide for retirement, although it is impossible to disentangle the proportion of this segment that will be used for retirement from the proportion that will be used for other purposes.

Registered pension plans hold the largest segment of retirement funds. At the end of 1993, they held \$424 billion of the \$658 billion in total assets in the retirement fund system.² This amount was equivalent to about 60 per cent of Canada's gross domestic product (Chart 2). Trusteed pension plans make up the largest proportion of registered pension plans (Chart 3); the accumulated balance in the accounts of the government consolidated arrangements represented approximately \$115 billion at the end of 1993 and insurance company funding instruments, about \$40 billion. By comparison, \$56 billion of the assets in the system were accumulated in the government-sponsored CPP and QPP, and \$177 billion were held in RRSPs (including group RRSPs).

The trusteed pension fund sector

Trusteed pension plans are managed under a trust agreement. Under these plans, either the employer or both employer and employees are required to make contributions into a fund directed by a trustee. In Canada, the trustee can be either a corporate trustee, such as a trust company, or a private trustee, which consists of a group of individuals, at least three of whom must reside in Canada and of whom at least one must be independent from the sponsoring organization.

² The data used are in current dollars at book value and were drawn from various Statistics Canada publications, unless otherwise specified.

Régime de rentes du Québec (RRQ), pour ceux qui y résident. Ces deux régimes, qui offrent des prestations de pension liées à la rémunération, sont de type contributif du fait que tous les employeurs et les salariés, de même que les travailleurs indépendants, doivent y cotiser. Le RPC est essentiellement un programme fédéral basé sur la méthode de la répartition, qui place les fonds excédentaires en grande partie dans les obligations et les débetures des gouvernements provinciaux. Le RRQ est très semblable au régime fédéral, à la seule différence que son portefeuille est constitué de titres du marché financier et qu'il est géré par la Caisse de dépôt et placement du Québec.

Les régimes individuels d'épargne-retraite comprennent les très populaires régimes enregistrés d'épargne-retraite (REER). Ces derniers sont établis et financés à titre individuel à l'aide de cotisations tirées du revenu gagné et versées dans un compte exonéré d'impôt. Il faut aussi mentionner l'épargne personnelle et d'autres avoirs pouvant servir à la retraite, mais il est impossible de déterminer la portion de ces fonds que les particuliers retireront à leur retraite ou qu'ils utiliseront à d'autres fins.

Les régimes de pension agréés détiennent la plus grande portion des fonds déposés aux fins de la retraite. Cela représentait, à la fin de 1993, 424 milliards de dollars sur des avoirs de 658 milliards de dollars pour l'ensemble du système des caisses de retraite². Ce montant représentait près de 60 % du produit intérieur brut du Canada (Graphique 2). Les régimes de pension en fiducie sont la composante la plus importante des régimes de pension agréés (Graphique 3); à la fin de 1993, le solde des comptes en vertu des ententes consolidées des gouvernements se situait à environ 115 milliards de dollars et à 40 milliards de dollars en vertu des contrats souscrits auprès de compagnies d'assurance. À titre de comparaison, 56 milliards de dollars des avoirs des caisses de retraite étaient placés dans le RPC et le RRQ, et 177 milliards de dollars dans des REER (y compris les REER collectifs).

Le secteur des caisses de retraite en fiducie

Les régimes de retraite en fiducie sont gérés en vertu d'un contrat de fiducie, qui oblige l'employeur seul ou l'employeur et les salariés à cotiser à une caisse gérée par un fiduciaire. Au Canada, le fiduciaire peut être une société, à savoir une société de fiducie, ou un fiduciaire privé, consistant en un groupe de particuliers dont trois au moins doivent résider au Canada et dont au moins un ne doit pas avoir de lien avec l'organisme répondant.

Tous les régimes de pension agréés d'employeur doivent se conformer à deux exigences distinctes, mais connexes, en matière d'agrément.

En premier lieu, le régime doit être agréé aux termes de la *Loi sur les normes de*

² Les données utilisées sont exprimées en dollars courants, à la valeur comptable. Sauf indication contraire, elles proviennent de diverses publications de Statistique Canada.

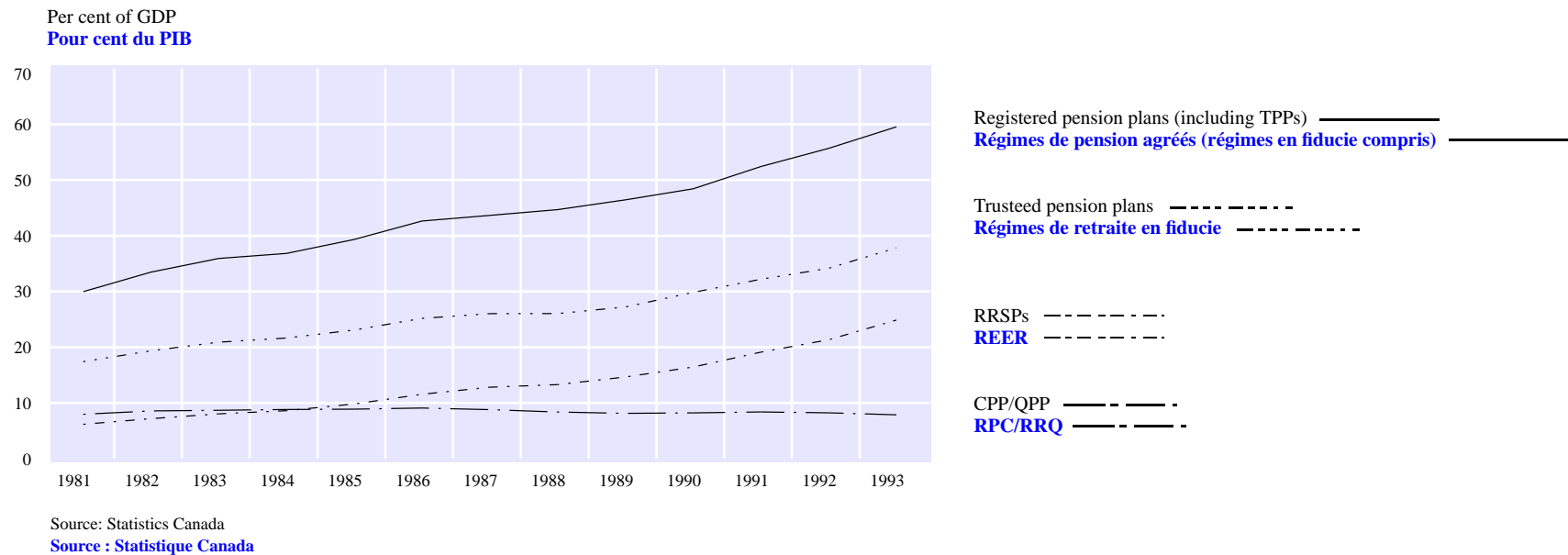
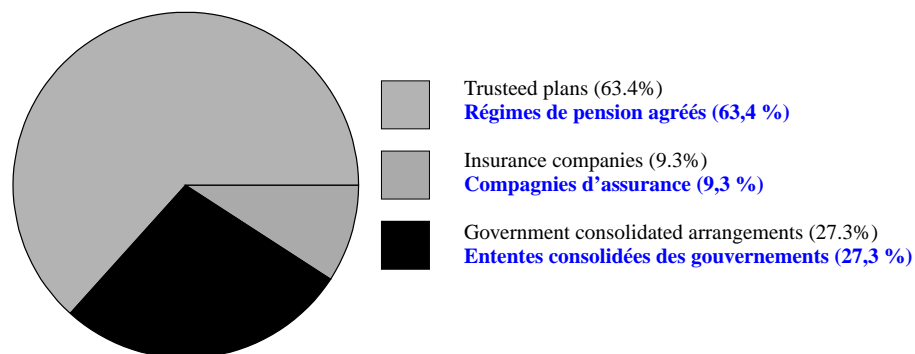


Chart 3 Total assets of registered pension plans by funding arrangement, 1993
Graphique 3 Ensemble des avoirs des régimes de pension agréés, par type de financement - 1993



All registered pension plans must comply with two separate, but related, registration requirements.

First, the plan must be registered under the federal Pension and Benefits Standards Act (PBSA) or the appropriate provincial Pension Benefits Acts (PBAs).³ Although the various acts differ somewhat, they are similar in that they all establish minimum standards to ensure the protection of members' rights as well as the plan's viability. These acts also delineate the rights, responsibilities, relationships and duties of the parties involved, including the trustee, the plan administrator (typically, the sponsoring employer, who sets up the registered pension plan, is responsible for administering the plan and is ultimately responsible for the fund), the plan contributors (typically the employer and employees), and the beneficiaries of the plan (Charts 4a and 4b). Through regulatory agencies, such as the Office of the Superintendent of Financial Institutions (OSFI) at the federal level or the respective provincial regulatory bodies, governments ensure that plans comply with the PBSA or PBAs. Compliance involves ongoing actuarial, financial and administrative reporting, which demonstrates that the fund is meeting the minimum prescribed standards.

The second aspect of registration is the filing of documents and reports with Revenue Canada as required by the Income Tax Act (ITA). This registration confers a tax-sheltered status to the fund and to all contributions made to it. The ITA requires that a registered pension plan be funded through a legal arrangement that defines the obligations of the funding agency. The funding agency is the body to which plan contributions are paid. There are two main types of funding arrangements: trust agreements, which establish trustee pension plans, and life insurance company contracts.⁴ The larger plans tend to be the trustee plans. At the end of 1993, trustee plans accounted for 63 per cent of total assets held in registered pension plans, 63 per cent of active participants (about 3.3 million), but only 27 per cent of the actual number of registered plans. Conversely, insurance company contracts seem to be the instrument used by the smaller plans, accounting for

prestation de pension (LNPP) ou de la loi provinciale pertinente sur les régimes de retraite (LRR)³. Bien que les diverses lois diffèrent quelque peu, elles se ressemblent dans la mesure où elles établissent toutes des normes minimales visant à protéger les droits des membres et à garantir la viabilité des régimes. Ces lois précisent également les droits, les responsabilités, les relations et les obligations des parties intéressées, notamment le fiduciaire, l'administrateur du régime (en général, l'employeur répondant qui établit le régime en assume la gestion et en est, en dernier ressort, responsable), les cotisants (en général, l'employeur et les salariés) et les bénéficiaires (Graphiques 4a et 4b). Les gouvernements s'assurent du respect de la LNPP ou des LRR par l'entremise d'organismes de réglementation tels que le Bureau du surintendant des institutions financières au niveau fédéral ou les organismes de réglementation provinciaux pertinents. Les régimes de retraite doivent notamment produire des rapports actuariels, financiers et administratifs pour prouver qu'ils répondent aux normes minimales prescrites.

En second lieu, la *Loi de l'impôt sur le revenu* exige des régimes de retraite qu'ils déposent des documents officiels et des rapports auprès de Revenu Canada. Une fois agréé, le régime est exonéré d'impôt, tout comme d'ailleurs toutes les cotisations qui y sont versées. La *Loi de l'impôt sur le revenu* stipule que le financement d'un régime de pension agréé doit se faire par l'entremise d'un arrangement légal précisant les obligations du gestionnaire. C'est au gestionnaire du régime que sont versées toutes les cotisations des participants. Il existe deux grands types de formule de financement : les contrats de fiducie, en vertu desquels sont établis les régimes de pension en fiducie, et les contrats de rentes souscrits auprès des compagnies d'assurance vie⁴. Les régimes plus importants ont tendance à privilégier la formule de la fiducie. À la fin de 1993, les régimes en fiducie détenaient 63 % de l'ensemble des avoirs des caisses d'employeur et englobaient 63 % des participants actifs (3,3 millions environ), mais ne représentaient que 27 % du nombre effectif des régimes agréés. Les régimes de moins grande envergure (72 % des régimes, mais moins de 10 % des avoirs et 13 % des participants) semblent quant à eux privilégier la souscription de contrats auprès de compagnies d'assurance.

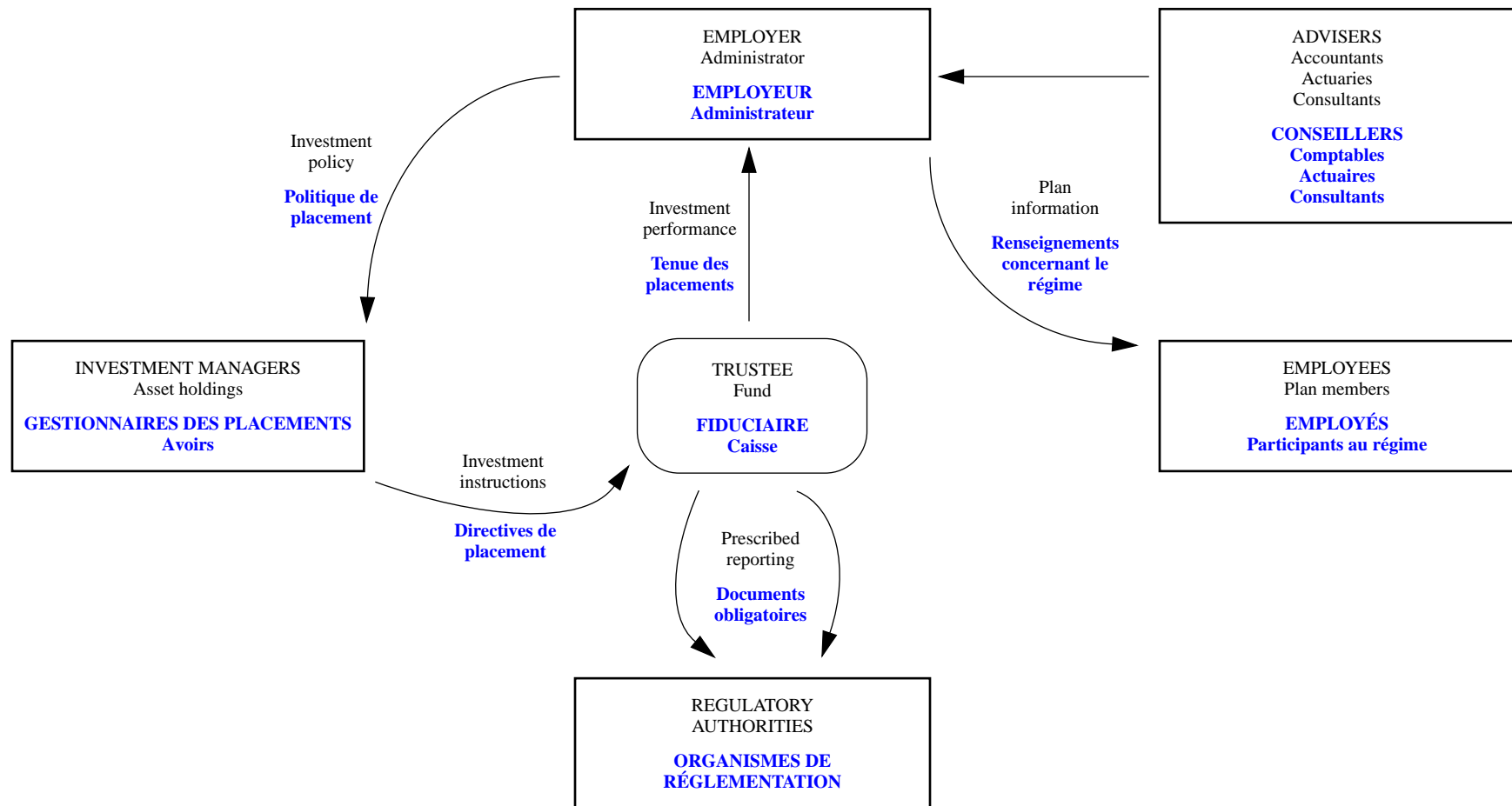
Du point de vue des prestations, les régimes se divisent en deux grandes catégories. Les *régimes à prestations déterminées* (RPD) garantissent aux participants une pension d'un montant déterminé, habituellement calculé en fonction de leurs

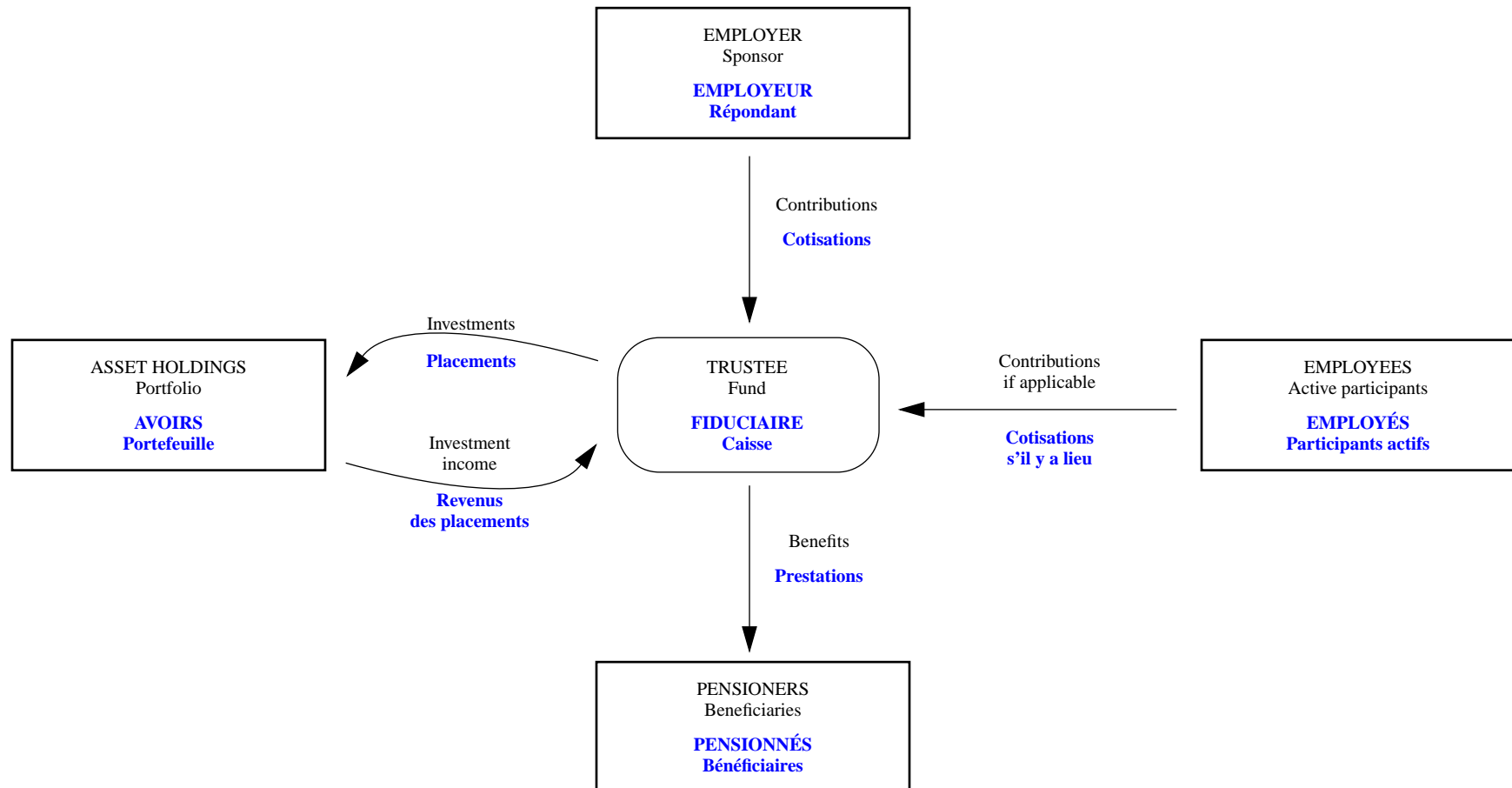
³ The name of the act may vary in some provinces; for instance, in Quebec, it is the Supplemental Pension Plans Act.

⁴ Insurance company pension instruments include insured pension plans where the insurance company assumes the pension liability. These include *individual annuities* purchased for each employee or a *group annuity* (a single contract) written for a group of employees. There are *deposit administration contracts* where the employer contributes to an interest-bearing deposit fund held by an insurance company and *segregated fund contracts* where the employer directs the asset-mix decision. Under the latter contracts, the pension liability remains with the sponsoring employer.

³ La désignation de la loi peut varier dans certaines provinces; au Québec par exemple, c'est la *Loi sur les régimes supplémentaires de rentes*.

⁴ Il existe des arrangements en vertu desquels les compagnies d'assurance assument elles-mêmes les prestations de pension. C'est le cas des contrats de *rente individuelle* achetés pour chaque salarié ou de *rente collective* (un seul contrat) destinés à un groupe de salariés. Il existe aussi des *contrats d'administration de dépôt*, en vertu desquels l'employeur cotise à un fonds de dépôt rémunéré détenu par une compagnie d'assurance, et des *contrats de caisse en gestion distincte*, aux termes desquels l'employeur décide de la composition du portefeuille. Pour cette dernière catégorie de contrat, c'est le répondant qui est responsable des prestations.





72 per cent of the plans but under 10 per cent of the assets and 13 per cent of the participants.

With respect to benefits, plans fall into two basic types. *Defined benefit plans* (DB) provide a commitment to the participant for a level of retirement benefit based on a formula, which is usually a function of the employee's service and salary history.⁵ *Defined contribution plans* (DC) provide whatever level of benefits the known, predetermined contributions and any accumulated investment earnings can purchase. These benefits will vary depending on the quantity of assets accumulated; this in turn will be a function of the specific type of assets and their respective investment performance. Under a DB plan, the investment risk falls upon the sponsor, that is, the sponsor guarantees benefits regardless of the fund's investment performance, while under a DC plan, the investment risk is assumed by the active participants. In 1993, about 90 per cent of members in RPPs belonged to DB plans.

Trusted pension funds are found both in the public and the private sector. Public sector funds are generally established by the various levels of government, by Crown corporations, government agencies and public sector unions (health and educational institution employees), while private sector funds are established by corporations, businesses, private sector unions and professional associations. In the case of DB plans in the public sector, the ultimate bearer of investment risk is the taxpayer, while in the private sector, it is the shareholders or equity owners. In 1993, membership between the sectors was evenly split, about 52 per cent belonged to public sector funds and 48 per cent to private sector funds. The majority of TPP members, 94 per cent, belong to a DB plan; the proportion is even higher, 97 per cent, in the public sector.

The trusted pension fund sector is quite concentrated, and the trend in recent years has been towards greater concentration. In 1983, 0.5 per cent of total funds, 20 funds, represented 31 per cent of total assets. By the end of 1993, the same 0.5 per cent of funds, then 16 funds, held 55 per cent of total assets. Part of this shift can be attributed to the recent transformation of some provincial consolidated arrangements into trusted plans. Excluding this shift, the concentration would have been less marked as 0.5 per cent of funds would hold about

années de service et de leur rémunération⁵. Dans les *régimes à cotisations déterminées* (RCD), les prestations versées à la retraite sont celles que permettent de financer les cotisations connues et fixées d'avance et les revenus de placement de ce dernier. Ces prestations seront fonction du volume des avoirs accumulés, lequel sera, quant à lui, tributaire des composantes précises et du rendement de ces instruments. Pour ce qui est des RPD, les risques de placement sont assumés par le répondant. Autrement dit, ce dernier garantit le versement de prestations, quel que soit le rendement des placements de la caisse. Dans le cas des RCD, en revanche, ces risques sont assumés par les participants actifs. En 1993, 90 % environ des membres de régimes de pension agréés cotisaient à des régimes à prestations déterminées.

Les caisses de retraite en fiducie existent aussi bien dans le secteur public que dans le secteur privé. Celles du secteur public sont généralement établies par les différents paliers de gouvernement, par des sociétés d'État, des organismes gouvernementaux et des syndicats du secteur public (employés d'établissements de santé et d'enseignement). Dans le secteur privé, elles sont instituées par des corporations, des entreprises, des syndicats du secteur privé et des associations professionnelles. Dans le cas de régimes à prestations déterminées du secteur public, c'est le contribuable qui assume ultimement le risque de placement; dans le secteur privé, ce sont plutôt les actionnaires ou les détenteurs de parts. En 1993, les régimes privés et publics se partageaient à parts égales le nombre de cotisants, soit environ 52 % pour les régimes du secteur public et 48 % pour les régimes du secteur privé. La majorité des participants aux régimes de pension agréés, soit 94 %, cotisent à des régimes à prestations déterminées; dans le secteur public, cette proportion est encore plus élevée, soit 97 %.

Le secteur des caisses de retraite en fiducie est fort concentré, et cette tendance s'accroît depuis quelques années. En 1983, 0,5 % des caisses, soit 20, détenaient 31 % de l'ensemble des avoirs du secteur. À la fin de 1993, 0,5 % des caisses, soit 16, détenaient 55 % de l'ensemble des avoirs du secteur. Cette évolution s'explique en partie par le fait que des régimes en fiducie sont venus remplacer certaines ententes consolidées en vigueur dans la fonction publique provinciale. Si un tel changement n'avait pas eu lieu, la tendance à la concentration aurait été moins marquée, car 0,5 % des caisses ne détiendraient que 45 % de l'ensemble des avoirs. Les régimes de pension du secteur public accumulaient 62 % des avoirs (valeur comptable) en 1993, alors qu'ils ne représentaient que 7,5 % de l'ensemble des régimes; ils détenaient 49 % des avoirs et représentaient 6 % de l'ensemble des régimes en 1983 (*Benefits Canada*, 1984 et 1994).

⁵ Although there are variations, there are three main types of formulas: the final average highest earnings, the career average earnings and the flat benefit. For most plan members, 64 per cent, their benefits are calculated under the first type. Plans may or may not be indexed to inflation; in 1993, about 15 per cent of participants belonged to plans that had full CPI automatic adjustment, about 31 per cent to plans with some automatic adjustment, while 54 per cent were in plans that had no formal adjustment.

⁵ Les formules de détermination du niveau des prestations varient, mais on en compte trois grandes : la formule fin de carrière, la formule moyenne de la carrière et la prestation fixe. Pour la plupart des participants à ces régimes, soit 64 % des salariés, les prestations sont établies à l'aide de la première formule. Les prestations peuvent ou non être indexées en fonction du taux d'inflation; en 1993, environ 15 % des participants cotisaient à des régimes dont les prestations étaient automatiquement indexées à l'IPC, environ 31 % à des régimes assortis d'une certaine indexation automatique, et 54 % à des régimes pour lesquels aucune indexation officielle n'était prévue.

45 per cent of total assets. Public sector funds accounted for about 62 per cent of assets (at market value) in 1993, while making up only 7.5 per cent of total funds, compared with 49 per cent of assets and 6 per cent of the funds 10 years earlier (*Benefits Canada* 1984, 1994).

Growth of trustee pension funds

In general, employers are motivated to set up retirement plans as a means of improving compensation for their employees and of attracting and maintaining a stable and productive work force. In 1960, there were 1,140 trustee pension plans in Canada; by 1990 there were 5,220. However, this number had dropped to 4,237 by 1993. Part of this drop can be attributed to the more complex nature of the new pension legislation and to higher administrative costs. A parallel movement has occurred in the number of trustee funds, which in 1993 numbered 3,251, down from an earlier peak of 3,833 in 1986. This drop stems entirely from funds in the private sector, where mergers, terminations and buyouts were experienced over the period.

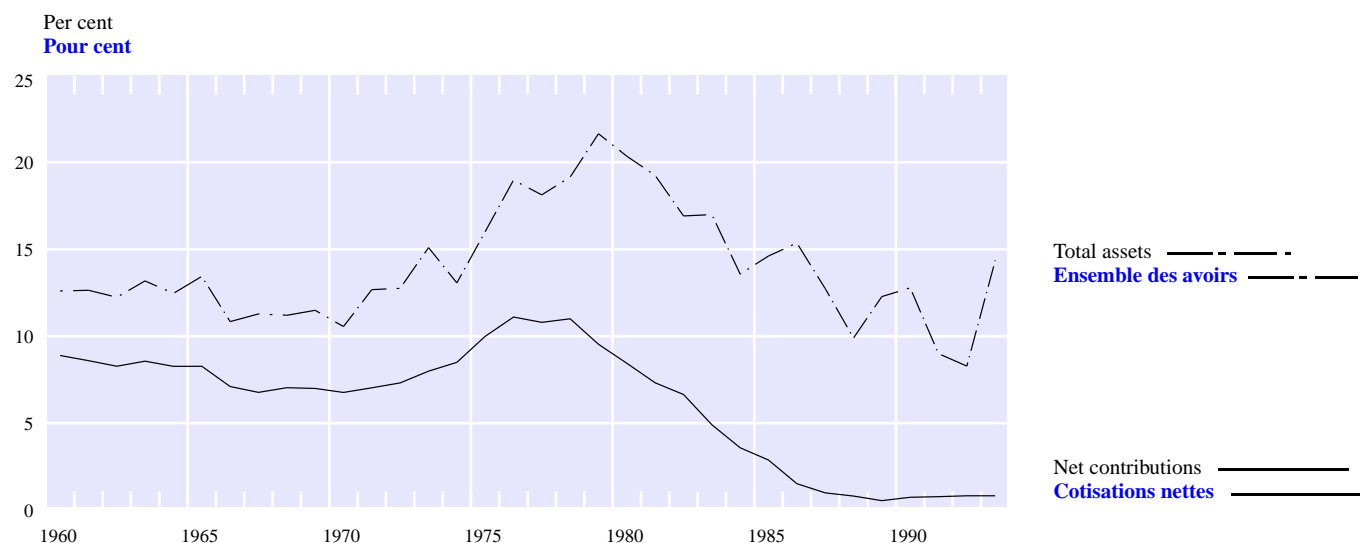
The assets of trustee pension funds have grown at an average annual rate of 14 per cent over the last 25 years, rising through the 1970s and decelerating during the 1980s (Chart 5). Contributions from

L'essor des caisses de retraite en fiducie

En général, les employeurs instituent des régimes de retraite pour suppléer à la rémunération des salariés, dans le but d'attirer et de conserver des effectifs stables et productifs. En 1960, il existait 1 140 régimes de retraite en fiducie au Canada; en 1990, il y en avait 5 220. Ce nombre a baissé pour s'établir à 4 237 en 1993. Cette baisse peut s'expliquer en partie par la complexité accrue des nouvelles lois et la hausse des frais d'administration. Les caisses de retraite en fiducie ont connu une évolution similaire. En effet, on en comptait 3 251 en 1993, alors qu'elles avaient atteint le chiffre record de 3 833 en 1986. Cette baisse est entièrement due au repli des caisses dans le secteur privé, où des fusions, des mises à pied et des rachats d'entreprises ont eu lieu au cours de la période.

Les avoirs des caisses de retraite ont augmenté en moyenne de 14 % au cours des vingt-cinq dernières années; ils ont progressé au cours des années 1970 et se sont inscrits en baisse dans les années 1980 (Graphique 5). Les cotisations patronales et salariales, nettes des paiements de rentes, expliquent la plus grande partie de la croissance observée au cours des années 1960 et 1970, mais ce facteur d'essor a baissé pour se réduire à presque rien au milieu des années 1980. Depuis 1980, les revenus de placement et les gains en capital réalisés ont été les principaux facteurs de la croissance des avoirs des caisses (Graphiques 5 à 8).

Chart 5 Growth rate of total assets and growth from net contributions
Graphique 5 Taux de croissance de l'ensemble des avoirs et croissance tenant aux cotisations nettes



Source: Statistics Canada

Source : Statistique Canada

employers and employees, net of pension payments, accounted for most of the asset growth during the 1960s and 1970s, but had declined to virtually nothing by the mid-1980s. Since 1980, investment income and realized capital gains have been the main source of asset growth (Charts 5 to 8).

A number of demographic, economic and socio-economic factors contributed to the rapid expansion of net contributions during the 1970s and to their later decline. The entry of the “baby boomers” (those born between 1946 and the mid-1960s) into the work force contributed to a rising membership in registered pension plans over the last 25 years. At the same time, the entry of more women into the work force has raised their membership in retirement plans. Coverage of male employees increased up to the mid-1980s and then began to fall off. However, the continued rising membership rate for women has resulted in a small net increase in overall coverage since the mid-1980s.

An important factor in the increased rate of employee coverage was the rapid growth in public sector employment, given that the rate of employee coverage is higher in the public sector. Between 1970 and 1986, coverage in registered pension plans rose from 40 per cent of paid workers to 46 per cent. Since then, the coverage rate has not risen very much; in 1993, it stood at 47 per cent. Growth of public sector membership in TPPs was particularly marked in the late 1980s as the coverage of more public sector employees was transferred to TPPs from other RPP arrangements.

Since the late 1970s, *gross* contributions have declined in relative importance as a source of growth for total pension fund assets. This is due in large part to the rapid growth of accumulated assets and to the growing importance of investment income and realized capital gains. As a ratio of GDP, however, gross contributions have, on balance, continued to rise, particularly since 1990 (Charts 6 and 7).

The fall in *net* contributions was also a result of a steady increase in pension payments, a trend that is expected to intensify over the next 30 years as the “baby boom” generation reaches retirement age. The rise in the proportion of the retirees could be accelerated if the number of people who choose early retirement increases. Current legislation requires plan administrators to make an early retirement option available to all plan members.

In Chart 9 the relative asset holdings of trustee pension funds over the last 20 years are compared with those of major deposit-taking financial institutions (chartered banks, trust and mortgage loan companies, credit unions and caisses populaires) and those of life insurance companies and investment funds.

Des facteurs démographiques, économiques et socio-économiques ont contribué à la hausse rapide des cotisations nettes au cours des années 1970 de même qu’au ralentissement qui a eu lieu après. L’arrivée des «baby-boomers» (personnes nées entre 1946 et le milieu des années 1960) dans la population active a dopé le taux de participation aux régimes de retraite au cours des vingt-cinq dernières années. Dans le même temps, l’augmentation du nombre des femmes dans la main-d’œuvre a eu pour effet de hausser leur taux d’adhésion aux régimes de retraite. Le taux de participation des salariés masculins s’est accru jusqu’au milieu des années 1980, puis a commencé à baisser par la suite. Toutefois, la progression soutenue du taux de participation des femmes a donné lieu à une légère hausse du taux global de participation depuis lors.

Comme le taux de participation aux régimes de retraite est plus élevé dans le secteur public, la croissance rapide de l’emploi dans celui-ci a été un important facteur de la hausse de la participation globale. Entre 1970 et 1986, ce taux est passé de 40 à 46 %. Depuis lors, il n’a guère augmenté. En 1993, il était de 47 %. La croissance du nombre de participants aux régimes de retraite en fiducie du secteur public a été particulièrement vigoureuse à la fin des années 1980 avec le transfert d’un plus grand nombre de salariés auparavant membres d’autres types de régimes de retraite agréés.

À partir de la fin des années 1970, l’importance relative des cotisations *brutes* comme moteur de la croissance de l’ensemble des avoirs a commencé à baisser, à cause en grande partie de l’augmentation rapide des revenus de placement et des gains en capital réalisés. En pourcentage du PIB, toutefois, les cotisations brutes ont dans l’ensemble continué de progresser, en particulier depuis 1990 (Graphiques 6 et 7).

Le repli des cotisations *nettes* s’explique quant à lui par la croissance soutenue des paiements de rentes, une tendance qui devrait s’accroître au cours des trente prochaines années, à mesure que les «baby boomers» atteindront l’âge de la retraite. Le pourcentage de Canadiens à la retraite pourrait augmenter si le nombre de ceux qui optent pour une retraite anticipée s’accroît. En vertu des lois actuelles, les administrateurs d’un régime sont tenus d’offrir à tous les participants la possibilité de prendre une retraite anticipée.

Le Graphique 9 donne un état comparatif des avoirs des régimes de pension en fiducie au cours des vingt dernières années, ceux des grands établissements de dépôt (banques, sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, credit unions et caisses populaires) et ceux des compagnies d’assurance vie et des fonds de placement.

L’évolution récente en matière de réglementation

Deux grandes modifications ont été récemment apportées à la législation sur les pensions, à savoir l’adoption du *principe de gestion prudente* pour ce qui est de la gestion des régimes et caisses de retraite, et la hausse du plafond admissible, aux fins d’exonération fiscale, des avoirs étrangers tenus dans une caisse de retraite. Le nouveau plafond est passé de 10 à 20 % de la valeur comptable de l’ensemble des

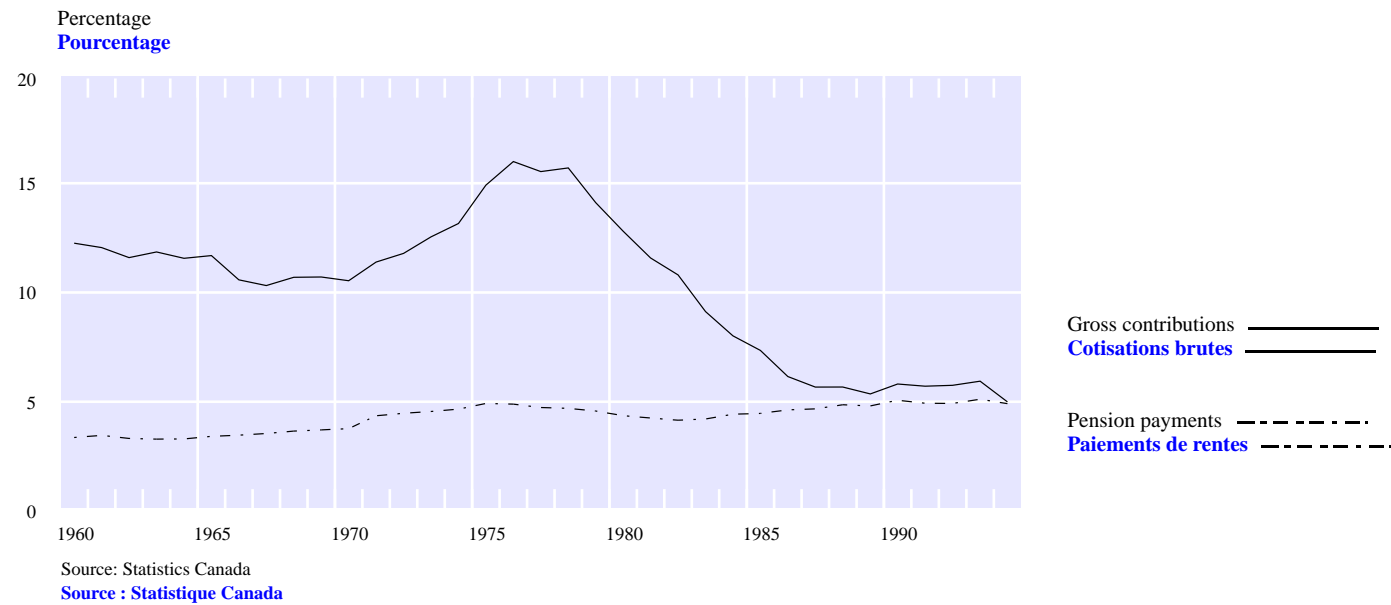
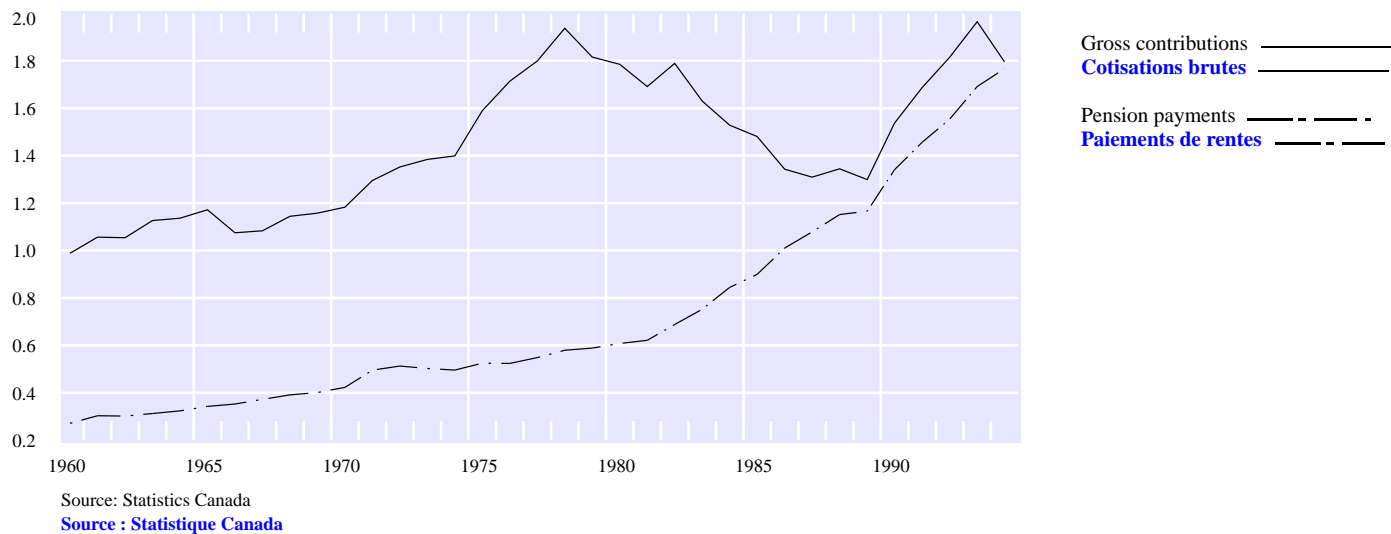


Chart 7 Components of net contributions as a percentage of GDP
Graphique 7 Composantes des cotisations nettes, en pourcentage du PIB



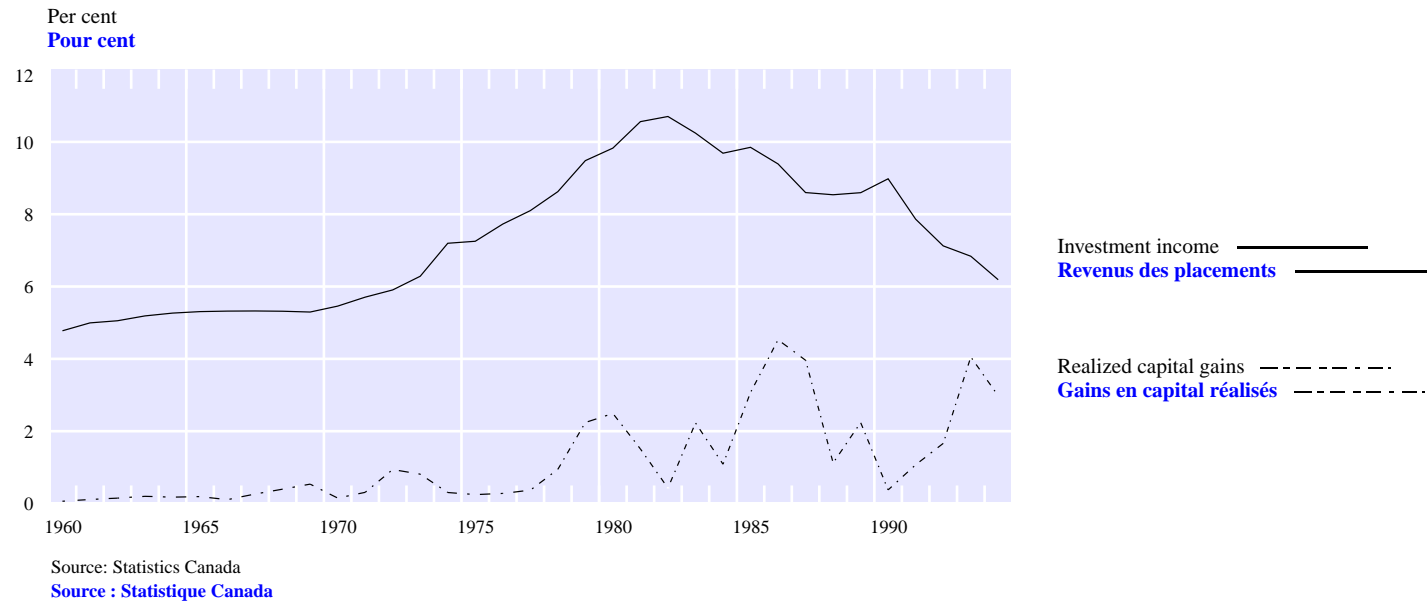
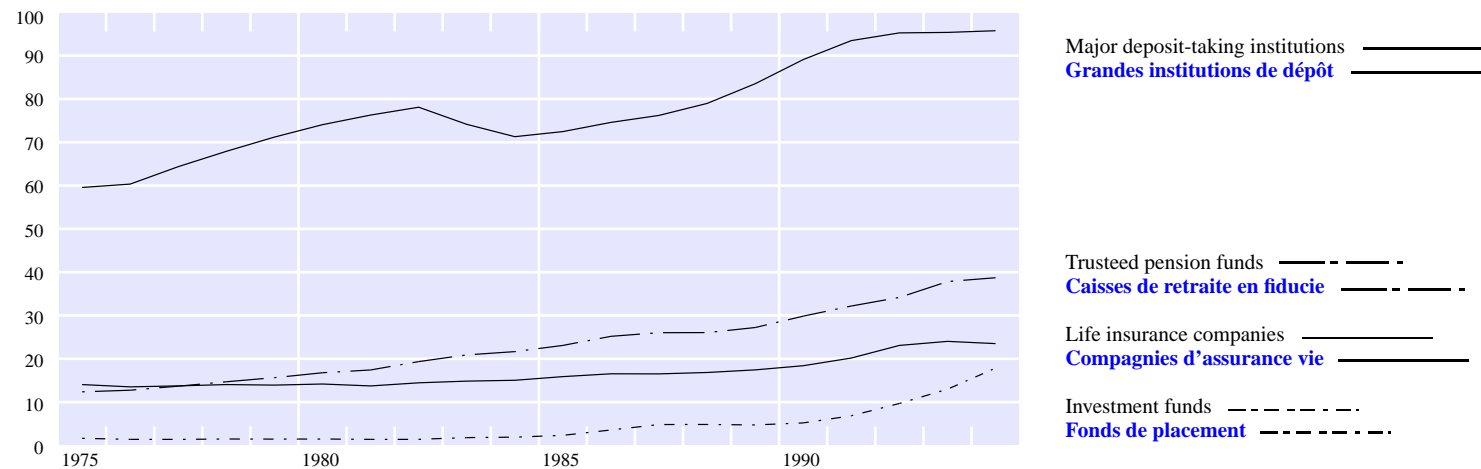


Chart 9 Total assets in selected financial institutions as a percentage of GDP
Graphique 9 Ensemble des avoirs de certaines institutions financières en pourcentage du PIB



Sources: Statistics Canada, Canadian Life and Health Insurance Association, Bank of Canada
Sources : Statistique Canada, Association canadienne des compagnies d'assurance de personnes, Banque du Canada

Recent regulatory developments

There have recently been two significant changes to pension legislation. One was the adoption of the *prudent person rule* with respect to the administration of pension plans and funds. The other was the increase in the maximum eligible tax-sheltered proportion of foreign assets that a pension fund may hold. The maximum was increased from 10 per cent to 20 per cent of book value of total assets over a period of five years (1989 to 1994). Both developments have had the effect of changing the asset mix of trustee pension funds by permitting risk to be diversified more efficiently across domestic asset classes and more effectively through larger holdings of foreign investments.

Prudent person rule

With the adoption of the prudent person rule, the federal Pension Benefits Standards Act, 1985 has introduced a major change in the manner in which a fund's asset portfolio may be managed. By the early 1990s, most provincial Pension Benefits Acts had adopted this approach.

The essence of the prudent person rule is embodied in subsections 8(4) and 8(5) of the PBSA, where the fiduciary responsibility is redefined in terms of a guideline of prudence and a standard of care and professional competence.

Central to the prudent person rule is the total portfolio perspective, which defines investment risk not by reference to an individual investment taken in isolation but by reference to its contribution to the total portfolio risk and return, taking into consideration the interrelationship with the risk and return of other investments.

Prior to this amendment, the regulations viewed each investment in the portfolio on its own individual merits. There were numerous and relatively complex investment restrictions. Pension plans could invest only in eligible assets, those deemed "qualified investments." Eligibility varied depending on the asset, but the intention was to restrict investment to assets believed to be of prime quality and low risk. Any asset that was not "qualified" could still be owned, but it fell into the "other investments" category (also known as the "basket clause"), which was set at a maximum of 7 per cent of the total book value of the fund.

The prudent person rule is implemented through a written investment statement that includes detailed information on the fund, the nature of its liabilities, expected returns, risk tolerance, diversification, asset mix, and investment strategy among other things. It defines the manner in which the fund will be administered and how it will achieve

avoirs sur une période de cinq ans (de 1989 à 1994). Ces deux changements ont eu pour effet de modifier la composition des portefeuilles des caisses de retraite en fiducie en permettant une diversification plus efficiente des risques, à la fois parmi les catégories d'avoirs en monnaie nationale et grâce à un accroissement de la portion d'avoirs étrangers.

Le principe de gestion prudente

Avec l'adoption du principe de gestion prudente, la *Loi de 1985 sur les normes de prestation de pension* (LNPP) a grandement modifié le mode de gestion des avoirs des caisses de retraite. Au début des années 90, la plupart des lois provinciales sur les régimes de retraite avaient adopté ce principe.

L'essentiel du principe de gestion prudente se trouve dans les paragraphes 8(4) et 8(5) de la LNPP, qui redéfinissent la responsabilité fiduciaire et précisent que l'administrateur d'un régime de pension doit agir avec prudence et faire preuve de compétence professionnelle.

Au coeur même du principe de gestion prudente se trouve la vision globale du portefeuille, qui définit le risque de placement non pas par rapport à un placement individuel isolé, mais plutôt du point de vue de sa contribution au risque global que court le portefeuille et au rendement de celui-ci, ainsi que l'interaction entre le risque et le rendement des autres instruments. Avant l'entrée en vigueur des modifications, les règlements visaient chaque placement en particulier dans le portefeuille. Les restrictions étaient nombreuses et relativement complexes. Les régimes de pension ne pouvaient acquérir que certains avoirs, soit ceux qui étaient considérés comme des placements «admissibles». L'admissibilité était fonction de l'avoir, mais l'objectif était de limiter les placements aux avoirs de première qualité ne comportant guère de risque. Les avoirs qui n'étaient pas réputés «admissibles» pouvaient être acquis, mais ils entraient dans la catégorie des «autres placements» (la «clause omnibus»), dont la valeur ne devait pas dépasser 7 % de la valeur comptable de la caisse de retraite.

Le principe de gestion prudente est mis en œuvre par l'entremise d'un énoncé écrit qui donne, notamment, des précisions sur la caisse, la nature de ses engagements, les rendements escomptés, le seuil de tolérance du risque, la diversification des instruments, la composition du portefeuille et la stratégie de placement. Il précise le mode d'administration de la caisse et la façon dont celle-ci atteindra ses objectifs en matière de placements. À la différence du précédent régime, ce principe permet aux caisses de retraite d'adopter différentes stratégies, compte tenu de leur style de placement, de la nature de leurs engagements et de leurs besoins de financement.

La règle relative aux valeurs étrangères

En décembre 1991, le gouvernement fédéral a modifié la *Loi de l'impôt sur le revenu* en portant, à compter de 1994, à un nouveau niveau de 20 % de la valeur comptable le

its investment objectives. Unlike the previous regime, this approach allows individual pension funds to more easily pursue different strategies, reflecting their particular investment styles, liability profiles or funding needs.

Foreign content rule

In December 1991, the federal government amended the ITA by increasing the maximum that pension funds can invest in foreign markets on a tax-sheltered basis to a new level of 20 per cent of book value by 1994 (through gradual increments of 2 per cent retroactive to 1989). Previously, the funds were constrained to a maximum of 10 per cent of book value, the intention being to encourage domestic investment.⁶

Assets invested abroad have increased from about 5.5 per cent of total assets at book value in 1990, to 13 per cent at the end of 1994 (Chart 10). On a market-value basis, the increase has been even more pronounced. The increases in foreign holdings have been most significant among the largest pension funds, and the industry continues to make representations to have the limit raised beyond 20 per cent.

While some of the larger funds may have in-house foreign investment managers, small to mid-sized pension funds achieve foreign content by investing in international pooled funds managed by external specialists or in segregated funds. Foreign assets are heavily concentrated in common stocks, either directly through common shares or indirectly through pooled funds.

There are a number of ways in which pension funds can effectively increase their “foreign content” above 20 per cent without facing the penalty tax. Foreign currency content can be raised by acquiring foreign currency bonds issued by Canadian institutions or by international institutions such as the World Bank, which do not come under the 20 per cent limit. As well, a provision in the ITA, dating from 1985, permits a fund to invest three dollars abroad, in excess of the limit, for every dollar invested domestically in the small business sector or in venture capital enterprises (“3 for 1” rule); however, this provision has been used very little. An avenue that has been growing in popularity with the rapid development of derivative markets has been the creation of

synthetic foreign portfolios through the purchase of options, futures or

⁶ If the prescribed limit is violated, Revenue Canada collects a punitive tax calculated at 1 per cent per month of the book value of the excess foreign holdings. This penalty would also apply to RRSPs and to some profit sharing plans, DPSPs and PSPPs, since they are also registered under the ITA.

plafond non imposable des placements que les caisses de retraite peuvent faire sur les marchés étrangers (par des augmentations progressives de 2 %, rétroactives à 1989). Auparavant, ce plafond était de 10 %, l’objectif étant d’encourager les placements au Canada⁶.

Les avoirs acquis sur les marchés étrangers qui, en 1990, représentaient environ 5,5 % de l’ensemble des avoirs des caisses (valeur comptable), ont atteint 13 % vers la fin de 1994 (Graphique 10). Cette augmentation a été encore plus marquée si l’on considère la valeur marchande de tels avoirs. L’augmentation des avoirs étrangers a été particulièrement notable dans le cas des caisses de retraite les plus importantes, et le secteur des pensions continue d’exercer des pressions pour porter le plafond des placements admissibles au delà des 20 %.

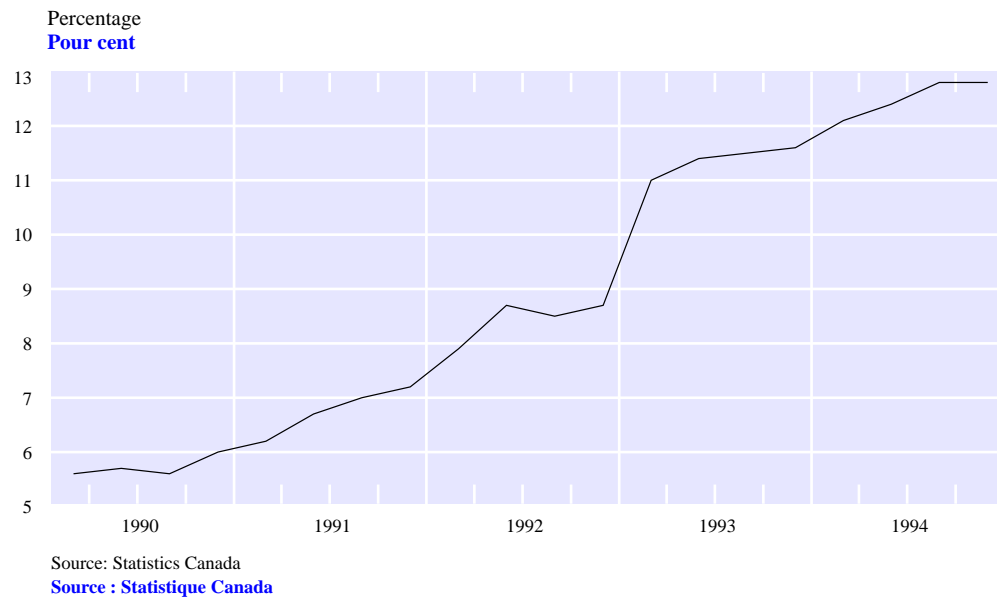
Certaines grandes caisses emploient des spécialistes en investissements étrangers, mais les caisses de retraite de petite et moyenne taille investissent sur les marchés étrangers par l’entremise de fonds communs internationaux gérés par des spécialistes externes, ou en participant à des fonds distincts. Les actions ordinaires, acquises directement ou indirectement par l’entremise de fonds communs, représentent la plus importante catégorie d’avoirs acquis sur les marchés étrangers.

Il existe plusieurs façons permettant aux caisses de retraite d’augmenter la portion d’avoirs étrangers au delà des 20 % prescrits, sans pour autant s’exposer à une pénalité. Elles peuvent par exemple acquérir des obligations en devises émises par des institutions canadiennes ou internationales, dont la Banque mondiale, qui ne sont pas assujetties à la limite des 20 %. De plus, une disposition de la *Loi de l’impôt sur le revenu*, qui remonte à 1985 mais qui n’a guère été utilisée, permet aux caisses de retraite de placer à l’étranger trois dollars de plus que la limite prescrite pour chaque dollar investi au Canada dans des petites entreprises ou des entreprises à capital de risque (règle du «3 pour 1»). Un autre moyen, qui s’accroît en popularité grâce à l’essor des marchés d’instruments dérivés, est la création de portefeuilles d’instruments synthétiques étrangers par l’acquisition d’options et de contrats à terme ou de swaps sur indices boursiers étrangers, utilisés conjointement avec des avoirs nationaux à faible risque tels que les bons du Trésor du gouvernement canadien.

La stratégie de placement et la composition des portefeuilles

En exigeant qu’ils précisent par écrit leur politique de placement, le principe de gestion prudente a incité les répondants des régimes à appliquer de façon plus systématique des techniques modernes de gestion des avoirs et des engagements.

⁶ En cas de non-respect de la limite prescrite, Revenu Canada impose une pénalité de 1 % par mois sur la valeur comptable des avoirs étrangers excédentaires. Cette pénalité s’appliquerait également aux REER et à certains programmes d’intéressement, RDPB et RPPB, du fait qu’ils sont également agréés aux termes de la *Loi de l’impôt sur le revenu*.



swaps on foreign stock market indexes used in combination with low-risk domestic assets, such as Government of Canada treasury bills.

Investment strategy and the asset mix

By requiring fund sponsors to formulate an explicit written investment policy, the adoption of the prudent person rule has encouraged plan sponsors to apply modern asset and liability management techniques more systematically. In the past, investment strategies were much more informal, and portfolio choices were in many cases constrained by regulation.

Today, the investment planning exercise for a defined benefits plan would typically begin with an actuarial projection of the fund's liabilities based on the membership profile of the fund population, accounting for variables such as age mix, employee-turnover rate, proportion of beneficiaries and active participants, and member participation. The fund liabilities consist of the benefits owed to the retired members of the plan (which are met through regular payments that vary to the extent that the benefits are indexed) as well as contingent benefits that are accruing, but not yet payable, to currently active employees. The latter are typically increasing, since they reflect the

Par le passé, les stratégies de placement étaient beaucoup plus informelles et la constitution de portefeuilles était dans beaucoup de cas dictée par les règles en vigueur.

À l'heure actuelle, l'exercice de planification des placements concernant un régime à prestations déterminées commencerait généralement par une projection actuarielle des engagements calculés en fonction du profil des participants et en tenant compte d'autres variables telles que les groupes d'âge, le taux de roulement des employés, le pourcentage de bénéficiaires et de participants actifs, et le taux de participation. Les engagements du régime comprennent les prestations dues aux bénéficiaires, lesquelles sont fournies par des paiements réguliers variant en cas d'indexation, ainsi que des prestations éventuelles qui s'accumulent mais qui ne sont pas encore redevables aux employés actifs. Les prestations éventuelles augmentent généralement, étant donné qu'elles reflètent les hausses de salaire des participants et le vieillissement du groupe (participants qui se rapprochent de l'âge de la retraite).

À la lumière des engagements prévus de la caisse, on évalue les taux de cotisation de l'employeur et des salariés et on les modifie, le cas échéant, en fonction de la situation financière du répondant, du niveau de tolérance à l'égard des risques et des besoins en liquidités. On arrête ensuite les hypothèses relatives aux marchés financiers (rendement escompté à long terme et variabilité du rendement des obligations, des actions et d'autres instruments, de même que les rapports entre les

wage increases of the participants and the aging of the group (participants nearing retirement).

Given the projected liabilities of the fund, the current employer and employee contribution rates are assessed, and changes made if necessary, in light of the sponsor's financial position, level of risk tolerance and liquidity needs. Capital market assumptions are specified (the expected long-run returns and variability of return on bonds, stocks and other assets, together with interrelationships among respective returns) and quantitative techniques are employed to generate optimal portfolios, which are then evaluated by the sponsor.

Following that exercise, the sponsor specifies the asset mix best suited to provide the desired risk/return profile of investments, subject to remaining regulatory limits, such as those on real estate, energy or foreign investments.

Once the desired asset mix has been determined, decisions are made about how the portfolio will be managed (actively transacting in the markets or passively following a market index), by whom (internal or external investment managers), in what investment style, and with how much discretion to deviate from the prescribed asset mix.

Most assets are managed actively, although some funds follow a form of passive strategy by investing part of their own holdings in a way that follows the broad movements of a market index. This strategy results in lower management fees, as well as reduced transactions and monitoring costs, while guaranteeing a performance broadly similar to that of a broad market average. The use of this strategy by trustee pension funds has been growing in Canada, and some funds invest a significant proportion of their equity and bond holdings in this fashion.

The investment and administrative practices of a fund are highly influenced by size. Large funds are more likely to consider in-house management, while smaller funds tend to rely on external investment counsellors. The threshold size for economically setting up an internal investment body seems to be about \$1 billion in assets.

Trends in the asset mix

The sector has increased in size roughly sixfold from 1980 to 1994. By 1994, bonds represented 42 per cent of total assets (on a book-value basis) compared with 49 per cent reported in 1980, while common stocks constituted 36 per cent of the total, up from 20 per cent in 1980. The growth in equities has been at the expense of mortgages, short-term investments (cash, liquid assets) and other assets (pooled, mutual and segregated funds, accruals and other receivables). Direct holdings of

différents rendements). À l'aide de techniques quantitatives, on établit alors les portefeuilles optimaux, qui seront évalués par le répondant.

Celui-ci détermine ensuite la meilleure composition du portefeuille susceptible de donner le profil souhaité en matière de risque et de rendement, sous réserve des limites réglementaires, notamment en ce qui concerne les biens-fonds, les titres énergétiques et les avoirs étrangers.

Une fois la composition souhaitée du portefeuille arrêtée, on décide du mode de gestion du portefeuille (présence active sur les marchés ou approche passive consistant à faire des placements en fonction de l'évolution d'un indicateur donné), on nomme les gestionnaires (spécialistes en placements internes ou externes), on choisit le style d'investissement et on décide dans quelle mesure on peut s'écarter du modèle de portefeuille prescrit.

La plupart des avoirs d'une caisse font l'objet d'une stratégie de placement active, mais certaines caisses adoptent une approche passive en plaçant une partie de leurs avoirs en fonction des grands mouvements d'un indicateur du marché. Cette stratégie se traduit par des frais de gestion, de transaction et de suivi plus bas, tout en garantissant un rendement assez semblable à celui de la moyenne globale. Au Canada, les caisses de retraite en fiducie suivent de plus en plus une stratégie de placement passive, et certaines caisses de retraite placent une bonne partie de leurs actions et obligations en fonction de l'évolution d'un indice.

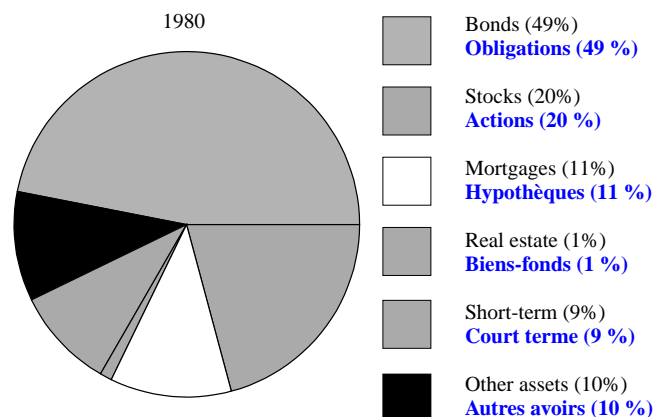
Le mode de placement et le style de gestion d'une caisse sont fortement tributaires de sa taille. Les grandes caisses sont plus susceptibles d'être gérées à l'interne, alors que les plus petites préfèrent s'adresser à des spécialistes en placements de l'extérieur. Pour une caisse de retraite, la taille idéale du portefeuille pour que l'établissement d'une équipe interne de spécialistes en placements s'avère rentable semble être de l'ordre de 1 milliard de dollars.

Les tendances en matière de composition du portefeuille

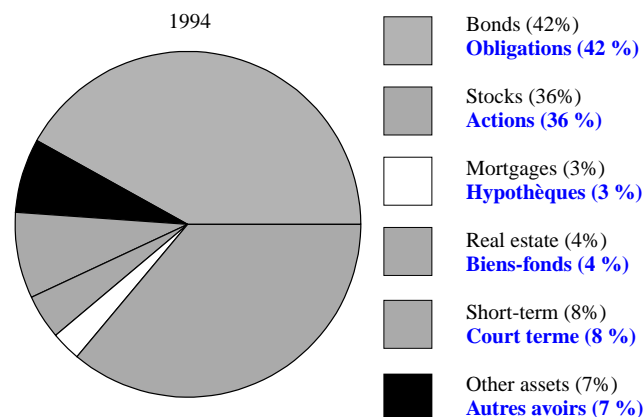
La taille du secteur des caisses de retraite a en gros sextuplé entre 1980 et 1994. En 1994, les obligations représentaient 42 % de l'ensemble des avoirs (à la valeur comptable), contre 49 % en 1980. Quant aux actions ordinaires, elles représentaient 36 % de l'ensemble des avoirs, contre 20 % en 1980. La croissance des actions dans le portefeuille s'est faite aux dépens des créances hypothécaires, des placements à court terme (encaisse et avoirs liquides) et d'autres avoirs (caisses communes, fonds mutuels, caisses séparées, comptes de régularisation et autres créances). Les avoirs directs sous forme de biens-fonds sont passés de 1 à 4 % de l'ensemble des placements. Depuis 1980, les caisses se détournent des placements à revenu fixe (obligations et hypothèques) en faveur des avoirs réels (actions et biens-fonds) dont le rendement est variable. (Voir Graphique 11.)

Les caisses de retraite en fiducie ont toujours détenu un grand nombre d'obligations, ces dernières étant considérées comme garantissant la sécurité du

Total assets \$52 billion
Ensemble des avoirs : 52 milliards de dollars



Total assets \$292 billion
Ensemble des avoirs : 292 milliards de dollars



real estate increased from 1 per cent to 4 per cent of total investments. The trend since 1980 has been towards variable return, real assets (equities and real estate) and away from fixed-income investments (bonds and mortgages). (See Chart 11.)

Trusted pension funds have historically maintained large bond holdings, since these assets have been viewed as offering safety of principal combined with a steady stream of income. In 1960, pension funds held 77 per cent of their assets in bonds. This proportion declined steadily to about 47 per cent in 1974 and has fallen more gradually since. In 1993, 42 per cent of pension fund bond holdings were in provincial government bonds and 39 per cent were in Government of Canada bonds. Bond holdings have been swollen by the large proportion of provincial bonds, that some of the large public sector pension funds hold, an effect of past regulation that constrained those funds to purchase that type of bond. At the end of 1994, about 44 per cent of the public sector funds portfolio was in bonds, whereas the share in the private sector was 38 per cent.

In 1991, the Government of Canada began to sell index-linked marketable bonds that offer a guaranteed real rate of return. However, to date, except for some of the large pension funds, investment in these bonds has been limited.

Pension funds have, instead, gradually increased their holdings of

principal et offrant une source régulière de revenus. En 1960, les obligations représentaient 77 % de leurs avoirs. Cette proportion a constamment diminué pour toucher un creux d'environ 47 % en 1974. Elle a continué par la suite de baisser davantage. En 1993 les avoirs des caisses de retraite comprenaient 42 % d'obligations des gouvernements provinciaux et 39 % d'obligations du gouvernement canadien. Le volume des obligations a augmenté en raison du grand nombre d'obligations provinciales que détiennent certaines des grandes caisses de retraite du secteur public, du fait que celles-ci étaient tenues, par règlement, d'acheter cette catégorie d'obligations. À la fin de 1994, les portefeuilles des caisses du secteur public étaient constitués d'obligations à 44 %, alors que cette proportion se situait à 38 % dans le secteur privé.

En 1991, le gouvernement du Canada a commencé à vendre des obligations négociables indexées, assorties d'un taux de rendement réel garanti. À ce jour, exception faite de certaines des plus grandes caisses, rares sont celles qui ont acquis ces titres.

Les caisses de retraite ont plutôt progressivement augmenté leurs avoirs en actions ordinaires et en biens-fonds (Graphique 12). Les gestionnaires ont davantage acquis des actions ordinaires parce qu'ils s'attendaient à en obtenir des taux de rendement supérieurs à long terme, ce qui convient aux caisses de retraite, et parce que les conditions sont favorables sur le marché des actions depuis les années 1980, surtout depuis la fin de cette décennie. L'adoption du principe de gestion prudente et la majoration de la limite admissible pour les valeurs étrangères ont également favorisé

common stocks and real estate (Chart 12). The increase in common stocks has reflected a growing anticipation on the part of fund managers of superior rates of return from equities over the long-term horizons appropriate to pension funds and favourable market conditions for equities since the 1980s, especially in the latter part of the decade. The adoption of the prudent person rule and the increased allowable foreign content limit have also been conducive to increasing equity exposure. In 1994, private sector funds held about 39 per cent of their portfolios in stocks, compared with 34 per cent in the public sector.

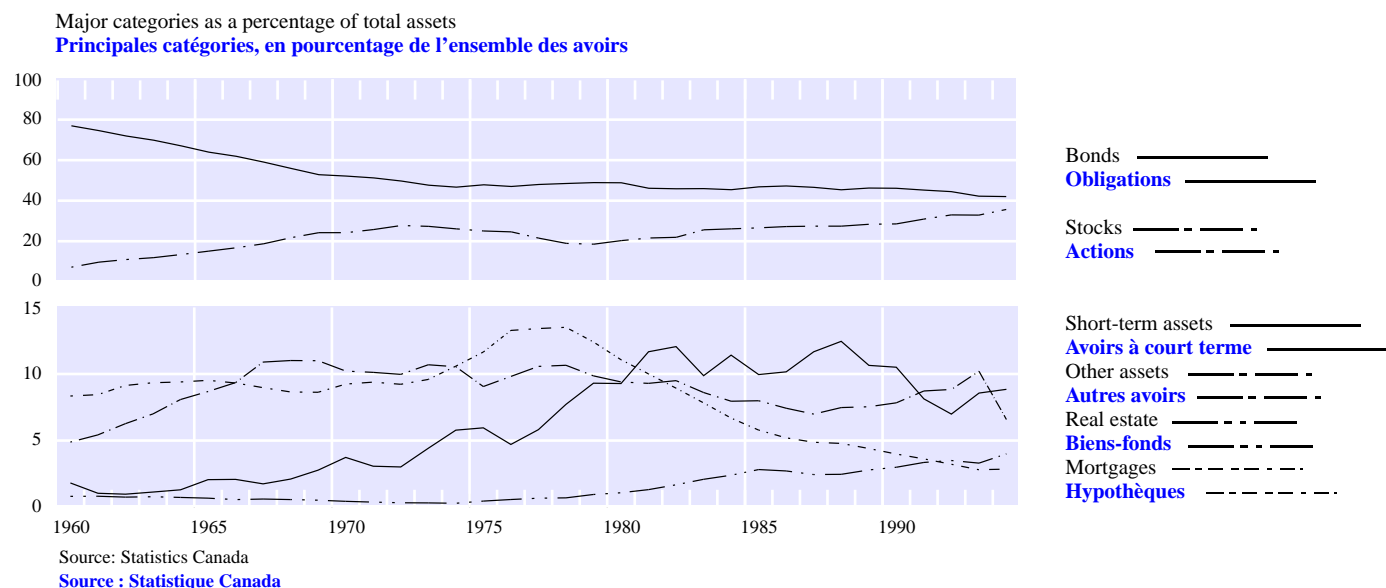
Unlike the life insurance industry, pension funds have not shown a strong preference for mortgages, owing to the high cost of originating and monitoring such loans, evaluating the creditworthiness of the underlying property and possibly managing it. About 60 per cent of pension fund mortgage holdings are residential (mainly apartment buildings); the remaining 40 per cent are commercial and non-residential. In addition, interest in this asset class may have decreased after the sharp drop in the commercial real estate market in the early

une plus grande acquisition d'actions. En 1994, les actions représentaient environ 39 % du portefeuille des caisses du secteur privé, comparativement à 34 % dans le secteur public.

À la différence des compagnies d'assurance vie, les caisses de retraite n'ont guère privilégié les créances hypothécaires, en raison du coût élevé de l'émission et du suivi de ces instruments, de la détermination de la valeur des propriétés et de la gestion éventuelle directe de celles-ci. Environ 60 % des créances hypothécaires que détiennent les caisses de retraite concernent des prêts hypothécaires à l'habitation (essentiellement des immeubles de rapport), et les autres, des prêts visant des immeubles commerciaux et des immeubles non destinés à l'habitation. Par ailleurs, l'attrait de tels instruments peut s'être émoussé après que la forte baisse du marché immobilier à vocation commerciale, survenue au début des années 1990, eut fortement contribué à faire baisser la valeur des créances hypothécaires. Il existe aussi des instruments à rendement réel dans cette catégorie, notamment les créances hypothécaires indexées, mais ils ont été peu utilisés.

Même si les avoirs directs sous forme de biens-fonds des caisses de retraite ont quadruplé depuis 1980, ils ne représentaient toujours que 4 % de l'ensemble des

Chart 12 Trends in asset mix
Graphique 12 Tendances de la composition des avoirs



1990s significantly lowered the value underlying commercial mortgages. There are also real return vehicles in this category, such as index-linked mortgages, but investment in this category has been limited.

Although direct holdings of real estate by pension funds have increased fourfold since 1980, they still accounted for only 4 per cent of total assets in 1994. Pension funds have not become more involved in real estate development, preferring to concentrate on passive holdings of income-producing properties. Major direct real estate investments are practical for only the large funds. Indeed, about 86 per cent of real estate is held by funds with over \$1 billion in total assets. Also, about three-quarters of real estate investments are held by public sector funds, which tend to be larger than private sector funds. However, new investment vehicles such as pooled funds and stocks of public real estate companies allow smaller and medium-sized pension funds to have some exposure to this asset category.

Pension funds, the economy and capital markets

Trusteed pension funds are a major player in Canada's capital markets. They are important holders of the debt obligations of Canadian governments. At the end of 1993, trusteed pension funds owned 19 per cent of total federal government bonds outstanding and about 18 per cent of provincial governments bonds, up from 11 per cent and 15 per cent, respectively, in 1983. Pension funds also held about 10 per cent of outstanding corporate bonds, roughly the same proportion as in 1983.

In aggregate, trusteed pension funds are also the largest shareholder in the country, holding about 13 per cent of the total value of shares outstanding, up from 8 per cent 10 years earlier. They are one element of the growing dominance of institutional investors on the major stock exchanges, and since the mid-1980s they have been, at times, the main source of financing raised in capital markets. Although funds do not take controlling interests, recently some of the larger funds have been taking a somewhat more "activist" stand in some corporate governance issues. For instance, there have been a few cases where large pension funds have become actively involved in influencing the final terms of corporate takeovers and mergers.

To some extent, this newly discovered interest may result from the increased difficulties that funds encounter in liquidating a large equity position. Their current size, substantial holdings and, to some extent, the limitations posed by the domestic capital market in both size and

avoirs du secteur en 1994. Les caisses de retraite ne sont pas devenues plus actives dans la promotion immobilière, préférant plutôt se concentrer sur la propriété passive d'immeubles à revenu. Les grands investissements directs dans l'immobilier ne conviennent qu'aux grandes caisses. De fait, les caisses dont la taille du portefeuille dépasse le milliard de dollars détiennent environ 86 % des biens-fonds du secteur. Par ailleurs, les trois quarts environ des placements dans l'immobilier sont détenus par les caisses du secteur public, qui tendent à être plus importantes que celles du secteur privé. Toutefois, de nouveaux instruments de placement, tels que les parts de caisses communes de titres immobiliers et les actions d'entreprises immobilières publiques, permettent aux petites et moyennes caisses de retraite d'acquérir, dans une certaine mesure, cette catégorie d'avoirs.

Les caisses de retraite, l'économie et les marchés financiers

Les caisses de retraite en fiducie jouent un grand rôle sur les marchés financiers au Canada. Elles sont d'importantes détentrices des titres de dette des différents paliers de gouvernement. À la fin de 1993, les caisses de retraite en fiducie détenaient 19 % de l'encours des obligations du gouvernement fédéral et environ 18 % des obligations des gouvernements provinciaux, contre 11 et 15 % respectivement en 1983. Les caisses de retraite détenaient également environ 10 % des obligations du secteur privé, soit en gros la même proportion qu'en 1983.

Dans l'ensemble, les caisses de retraite en fiducie sont également le plus grand actionnaire dans le pays, puisqu'elles détiennent environ 13 % de l'ensemble des actions ordinaires en circulation, comparativement à 8 % il y a dix ans. Elles contribuent à expliquer la présence de plus en plus dominante des investisseurs institutionnels sur les principales places boursières et, depuis le milieu des années 1980, elles ont souvent été les principaux bailleurs de fonds sur les marchés financiers. Bien que les caisses ne prennent pas de participation majoritaire, certaines des plus grandes ont commencé récemment à jouer un rôle plus actif dans les questions relatives à la régie de certaines entreprises. C'est ainsi que, dans quelques cas, de grandes caisses de retraite ont activement influencé les modalités définitives de prise de contrôle et de fusion d'entreprises.

Dans une certaine mesure, cet intérêt récent de leur part peut s'expliquer par les difficultés croissantes auxquelles elles font face lorsqu'elles désirent céder une importante portion de leurs parts. La taille de ces caisses, le niveau très élevé de leurs avoirs et, dans une certaine mesure, les restrictions imposées par les marchés financiers intérieurs en ce qui concerne à la fois la taille et le choix des secteurs d'activité, de même que les contraintes en matière de diversification internationale sont autant de facteurs qui font que les caisses ont davantage de difficultés à vendre une catégorie d'actions pour en acquérir une autre sans provoquer certains remous sur le marché. Cet état de choses fait ainsi entrevoir la possibilité que les caisses de retraite s'intéressent de plus en plus à toutes ces questions.

industry selection, and the constraints on international diversification, make it more difficult for a fund to sell a stock and buy an alternative without having some effect on the market. There is thus, a potential for increased pension fund involvement in these issues.

In recent years, the sector has also become increasingly active in derivatives markets as a means of hedging risk or optimizing the profile of the portfolio. Derivatives are particularly useful for funds when they seek to alter their foreign market content beyond the prescribed limit or to create index funds.

Trusted pension funds can be expected to remain important participants in Canada's capital markets in the coming years. In the last 25 years, they have contributed significantly to the process of capital formation in Canada's financial system by channelling billions of dollars of private employees' wealth into real and financial assets. Changing demographics suggest that these funds will become a growing source of income in the future. The extent of future asset growth for the sector will depend on the interaction of variables such as demographics, coverage rates, contribution rates, rates of return on investments, the attractiveness of alternative retirement vehicles and, generally, on the continued willingness of employers to sponsor trusted plans.

* * *

This article is one of a number of articles on the Canadian financial sector that have appeared in the Bank of Canada Review. These include a series of three articles on the co-operative credit institutions (December 1988, February 1989 and March 1989), two articles on the trust and mortgage loan industry (December 1980 and June 1991), an article on the mutual funds industry (winter 1992-1993), another report on the new federal financial institutions legislation (winter 1992-1993), and an article on the Canadian life and health insurance industry (spring 1994).

Ces dernières années, le secteur des caisses de retraite a joué un rôle de plus en plus actif sur les marchés des instruments dérivés au Canada, pour couvrir les risques ou optimiser le profil des portefeuilles. Les instruments dérivés sont particulièrement utiles aux caisses qui désirent modifier la portion d'instruments étrangers dans leurs portefeuilles au delà de la limite prescrite ou lorsqu'ils désirent établir des fonds indicels.

Au cours des prochaines années, les caisses de retraite en fiducie devraient continuer de jouer un rôle important sur les marchés financiers canadiens. Depuis 25 ans, elles ont grandement contribué à la formation du capital dans le système financier canadien en canalisant des milliards de dollars déposés par des salariés vers l'acquisition d'avoirs réels et d'avoirs financiers. Compte tenu de l'évolution démographique, ces caisses deviendront une source de plus en plus importante de revenus dans l'avenir. La mesure dans laquelle accroîtront les avoirs de ce secteur dépendra à la fois de l'interaction de variables telles que la démographie, les taux de participation et de cotisation, les taux de rendement du capital investi, l'attrait d'autres programmes de retraite et, généralement, du désir soutenu des employeurs de mettre sur pied des caisses de retraite en fiducie.

* * *

Le présent article fait partie d'une série d'articles consacrés au secteur financier canadien publiés dans la Revue de la Banque du Canada. Trois articles ont porté sur le système de crédit coopératif au Canada (décembre 1988, février 1989 et mars 1989), deux sur les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire (décembre 1980 et juin 1991), un sur le marché canadien des fonds mutuels (hiver 1992-1993), un autre sur la nouvelle législation fédérale s'appliquant aux institutions financières (hiver 1992-1993) et un sur le secteur de l'assurance de personnes au Canada (printemps 1994).

Literature cited

- Benefits Canada*. 1984. "Directory of pension fund investment services." (November):16-17.
- _____. 1994. "Top 100 pension funds." (April): 41-55.
- Canada. Statistics Canada. 1994. *National Balance Sheet Accounts – Annual Estimates 1983-1992*. Catalogue No. 13-214.
- _____. 1995. *National Balance Sheet Accounts – Annual Estimates 1984-1993*. Catalogue No. 13-214.
- _____. Biennial, various. *Pension Plans in Canada: 1976, 1978, 1980, 1982, 1984, 1986, 1993*. Catalogue No. 74-401.
- _____. 1992. *Quarterly Estimates of Trusteed Pension Funds, Fourth Quarter 1991*. Catalogue No. 74-001.
- _____. 1995. *Quarterly Estimates of Trusteed Pension Funds, Fourth Quarter 1994*. Catalogue No. 74-001.
- _____. Annual, various. *Trusteed Pension Funds, Financial Statistics: 1958-1990, 1992, 1993*. Catalogue No. 74-201.

Ouvrages cités

- Benefits Canada* (1984). «Directory of pension fund investment services», novembre, p. 16-17.
- _____ (1994). «Top 100 pension funds», avril, p. 41-55.
- Statistique Canada (1994). *Comptes du bilan national – Estimations annuelles 1983-1992*, n° 13-214 au catalogue.
- _____ (1995) *Comptes du bilan national – Estimations annuelles 1984-1993*, n° 13-214 au catalogue.
- _____ *Régimes de pensions au Canada* (publication biennale), 1976, 1978, 1980, 1982, 1984, 1986, 1993, n° 74-401 au catalogue.
- _____ (1992). *Estimations trimestrielles relatives aux caisses de retraite en fiducie*, 4^e trim. de 1991, n° 74-001 au catalogue.
- _____ (1995). *Estimations trimestrielles relatives aux caisses de retraite en fiducie*, 4^e trim. de 1994, n° 74-001 au catalogue.
- _____ *Caisses de retraite en fiducie, statistiques financières* (publication annuelle), 1958-1990, 1992, 1993, n° 74-201 au catalogue.

